



Immagine tratta da Hedge Funds: born to be trimmed?, The Economist, Nov 30th 2000

Il contributo della consulenza  
all'educazione finanziaria degli investitori

## Il costo dell'insufficiente conoscenza in materia finanziaria

**Ruggero Bertelli**

Professore Associato di Economia degli Intermediari  
Finanziari

Università di Siena

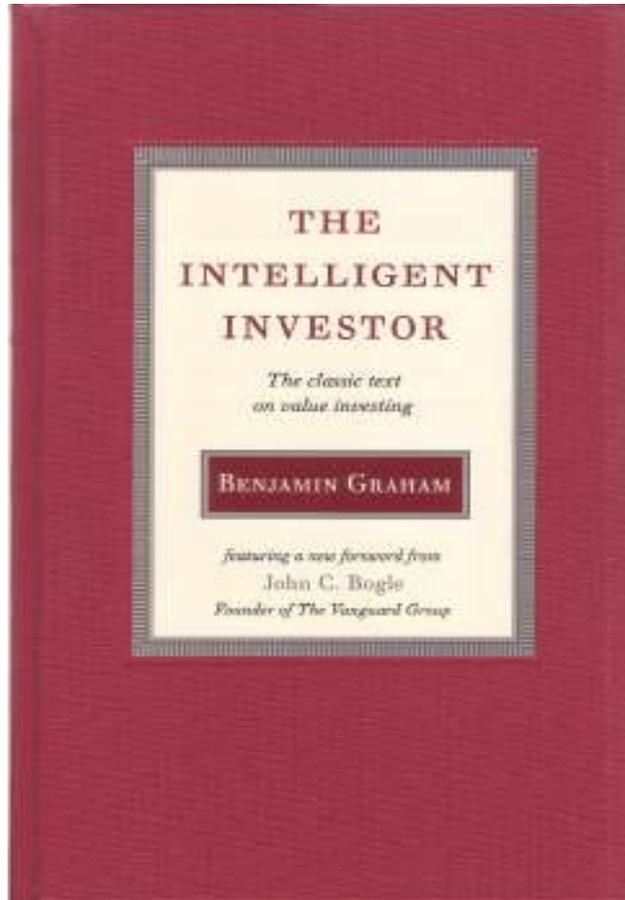
**#OttobreEdufin2019**  
Il mese dell'educazione  
finanziaria [quellocheconta.gov.it](http://quellocheconta.gov.it)

# In cerca di rendimento ...



L'immagine è tratta dall'articolo "In search of those elusive returns", in The Economist, Mar 20th 2003

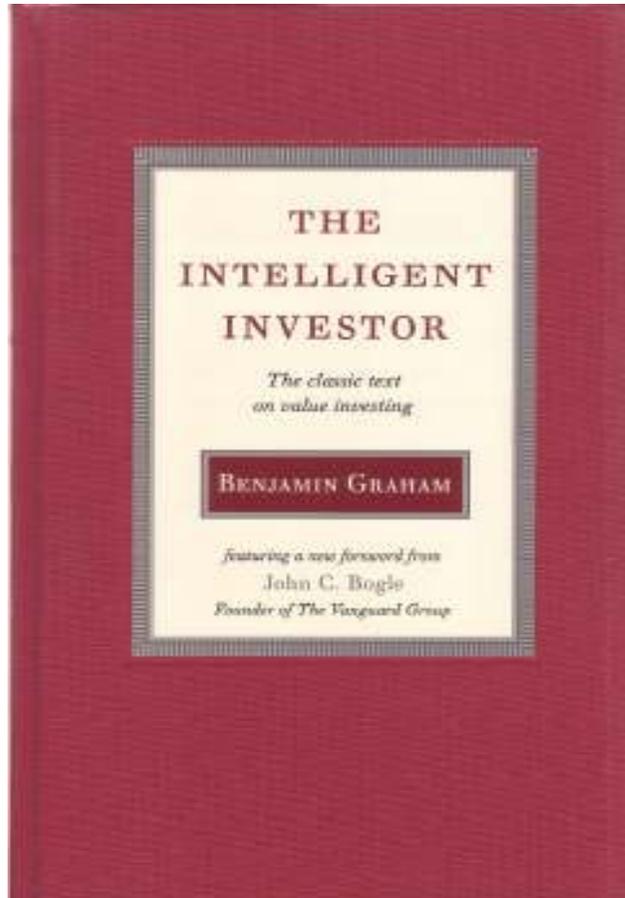
# Investimento e Speculazione – Valore o Prezzo?



«Una operazione di investimento è quella che, dopo approfondita analisi, promette rimborso del capitale ed un soddisfacente rendimento. Tutte le operazioni che non rispettano questi requisiti ex ante sono da considerarsi speculative»

(Graham, 1949)

# Investimento e Speculazione – Valore o Prezzo?



«L'investitore non può entrare nell'arena del mercato azionario con una speranza di successo se non si dota **di armi mentali** che lo distinguono per natura – e non per un' affascinante ma illusoria superiorità – dagli operatori di mercato. Una possibile arma è **rimanere indifferenti alle fluttuazioni di mercato**.

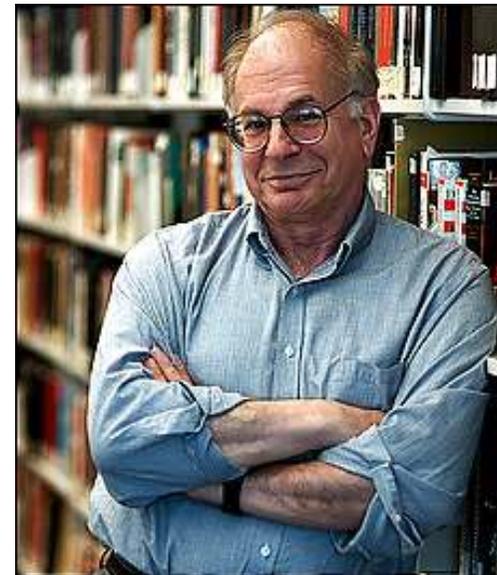
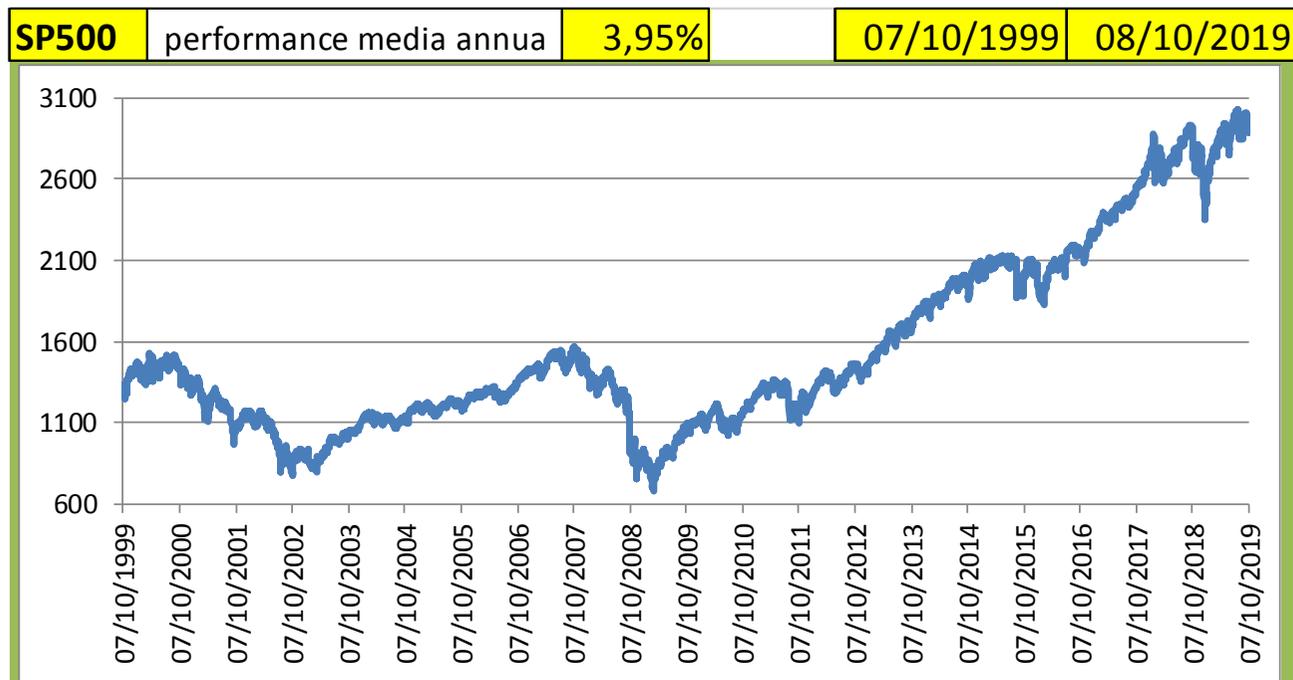
L'investitore deve negoziare in “valore” non “in movimenti di prezzo»

(Graham, 1949)

La nostra mente ragiona  
«in VALORE» o in «PREZZO»?

# LE SCELTE IN CONDIZIONI DI INCERTEZZA

- Oggi è il momento delle “scelte in condizioni di incertezza”
- Quali errori commettiamo **SISTEMATICAMENTE** in queste condizioni?



Daniel Kahneman, psicologo, premio Nobel 2002 per l'Economia

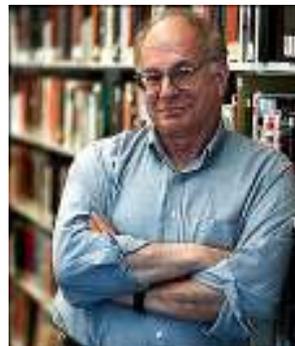
# LE SCELTE IN CONDIZIONI DI INCERTEZZA

- Richiamo di un “classico” articolo dei padri della finanza comportamentale (che si intitola “**Scelte in condizioni di incertezza: scorciatoie e distorsioni mentali**”)
- Rappresentatività. Disponibilità. Ancoraggio.

## **Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases**

Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty.

Amos Tversky and Daniel Kahneman



- Rappresentatività. Disponibilità. Ancoraggio.

## FACCIAMO ESEMPI CONCRETI

Non voglio rischiare

Mwrr o twrr?

Con i fondi ho sempre perso

Obbligazioni sicurezza; azioni pericolo

Non voglio le azioni

Cedola o rendimento?

Meglio un consiglio di un  
parente o di un consulente?

He letto su internet che ...

Esenzione (agevolazione) fiscale

## COVER STORY

L'EDUCAZIONE FINANZIARIA CHE SERVE A TUTTI

# Valuta quanto puoi resistere allo stress

## 1 - In quale delle seguenti affermazioni ti riconosci di più?

**A.** Non ho un preciso orizzonte temporale di investimento. Preferisco rimanere libero di decidere in funzione dell'andamento dei mercati.

**B.** La destinazione del mio risparmio (obiettivi, orizzonti temporali di investimento) mi è molto chiara, ma le scelte di investimento (titoli e fondi) preferisco farle in funzione dell'andamento dei mercati.

**C.** La destinazione del mio risparmio (obiettivi, orizzonti temporali di investimento) mi è molto chiara e le mie scelte di investimento non dipendono dall'andamento di breve periodo dei mercati.

**D.** Meglio investire nel breve termine, minimizzando il rischio e puntando ad un rendimento positivo (evitare le perdite).

## 2 - Ad inizio del 2015 hai investito 100.000 euro in un fondo azionario. Da inizio 2016 stai perdendo il 20%. In quale delle seguenti affermazioni ti riconosci di più?

**A.** Non mi preoccupa. Una volatilità del 20% è normale per i mercati

azionari. Forse è un'occasione d'acquisto.

**B.** Sono preoccupato. Vorrei non aver assunto quella posizione in azionario. Mi sono lasciato convincere dal promotore e ora (lo sapevo) perdo dei soldi. Non vendo, ma d'ora in poi basta azioni.

**C.** Sono colpito emotivamente dalla volatilità dei mercati azionari. Pensavo che avrei guadagnato qualcosa. Non è la soluzione giusta per me. Appena si riprendono un poco i mercati, vendo. Non voglio rimanere intrappolato nelle azioni come nel 2007, quando ho comprato un titolo bancario ed ho perso il 70%.

**D.** Sono eccitato, quando i mercati hanno questi ribassi ci sono sempre grandi occasioni d'acquisto. Ho visto prezzi "da saldo" per alcuni titoli azionari: vendo il fondo e vado subito a comperare i titoli.

## 3 - Lancio di una moneta. Quale delle seguenti alternative preferisci?

**A.** 1000 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 15 euro, se viene croce perdo 10 euro

**B.** 100 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 10 euro, se viene

croce perdo 5 euro

**C.** 10 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 6 euro, se viene croce perdo 1 euro

**D.** 1 solo lancio. Se viene testa guadagno 5 euro, se viene croce non perdo alcunché

## 4 - Un esperto di cui mi fido mi ha detto che è il momento di comperare titoli obbligazionari ad alto rendimento (cosiddetti High Yield). Mi ha spiegato che si tratta di un investimento rischioso. In quale delle seguenti alternative mi riconosco di più?

**A.** Vado a cercare un buon titolo nel quale investire, acquisendo tutte le informazioni che ritengo necessarie.

**B.** Non mi fido delle obbligazioni High Yield non so che cosa siano.

**C.** Chiedo all'esperto se l'acquisto di High Yield è coerente con i miei obiettivi di investimento ed il mio orizzonte temporale.

**D.** Chiedo all'esperto quanto rende un'obbligazione ad alto rendimento, per poter decidere sulla base di numeri certi

## 5 - Ho investito in un fondo

bilanciato circa 100.000 euro ad inizio anno, alla scadenza di titoli di Stato che avevo in portafoglio (e che non ho quindi rinnovato). A fine anno mi trovo un valore pari a circa 115.000 euro. Alla fine del primo trimestre dell'anno successivo, dopo un periodo difficile per i mercati, mi accorgo che il mio fondo ha un valore di 105.000 euro. In quale delle seguenti affermazioni mi riconosco di più?

**A.** Sto perdendo 10.000 euro, non sono soddisfatto

**B.** Sto guadagnando 5.000 euro, non sono soddisfatto

**C.** Sto guadagnando 5.000 euro, sono soddisfatto

**D.** È passato troppo poco tempo per esprimere un giudizio sull'investimento

A cura di **Ruggero Bertelli**

**M&G INVESTMENTS**  
Esperti nella gestione attiva di fondi

**PLUS 24**  
LA DESTINAZIONE DEI TUOI INVESTIMENTI

DAL 23 FEBBRAIO, OGNI MARTEDÌ, CON IL SOLE 24 ORE

*I tuoi soldi: come vincere le paure*  
*Corso di educazione finanziaria*

**EDUCAZIONE FINANZIARIA**  
**DEDICARE TEMPO È GIÀ GUADAGNARE**

Ayane, Arbore, Argentero, Cabella, Carlucci, De Capitani, Kostner, Mercalli e Mussida: come gestiscono il denaro e come si informano

**IDEA**  
Prestare il denaro è un'attività che genera ricchezza. Ma come farlo in modo sicuro e redditizio? È importante sapere dove investire e come farlo. In questo corso di educazione finanziaria, i nostri esperti ti aiuteranno a prendere decisioni consapevoli e a gestire il tuo denaro in modo sicuro e redditizio.

**100**  
**50**

**AUTOTEST**  
Metti alla prova le tue conoscenze e scopri il tuo livello di preparazione.

**ESERCIZIO**  
Cerca il miglior modo di investire il tuo denaro e scopri il tuo livello di preparazione.

**FINANZIAMENTO**  
Programma il tuo finanziamento e scopri il tuo livello di preparazione.

**LA DESTINAZIONE DEI TUOI INVESTIMENTI DAL 1991**

**M&G INVESTMENTS**

Per saperne di più sui fondi M&G, rivolgiti al tuo consulente.

**34 DERE**  
MAGGIOR SPESA DI...  
www.34dere.com/plus24

**Evitare i casi Etruria si può Il Sole ti aiuta**

**ALL'INTERNO**  
**KRACH E BAIL-IN**  
La novità delle piccole  
e medie imprese  
di Pirelli e di...  
**TANGO BOND**  
Le migliori azioni  
e obbligazioni  
**MERCATI**  
I dati che non vogliono  
il denaro  
**MONEY TRANSFER**  
Tra Cina e America Latina  
il denaro

Il Sole Plus 20/2/2016 ...  
... hanno partecipato 3.000  
lettori

	Numero	%
<i>1) In quale delle seguenti affermazioni ti riconosci di più?</i>		
a. Non ho un preciso orizzonte temporale di investimento. Preferisco rimanere libero di decidere in funzione dell'andamento dei mercati	464	15,45
b. La destinazione del mio risparmio (obiettivi, orizzonti temporali di investimento) mi è molto chiara, ma le scelte di investimento (titoli e fondi) preferisco farle in funzione dell'andamento dei mercati	511	17,01
c. La destinazione del mio risparmio (obiettivi, orizzonti temporali di investimento) mi è molto chiara e le mie scelte di investimento non dipendono dell'andamento di breve periodo dei mercati	1.336	44,48
d. Meglio investire nel breve termine, minimizzando il rischio e puntando a un rendimento positivo (evitare le perdite)	692	23,04

---

2) A inizio del 2015 hai investito 100.000 euro in un fondo azionario. Da inizio 2016 stai perdendo il 20%. In quale delle seguenti affermazioni ti riconosci di più?

a. Non mi preoccupo. Una volatilità del 20% è normale per i mercati azionari. Forse è un'occasione d'acquisto	1.809	60,24
b. Sono preoccupato. Vorrei non aver assunto quella posizione in azionario. Mi sono lasciato convincere dal promotore e ora (lo sapevo) perdo dei soldi. Non vendo, ma d'ora in poi basta azioni	501	16,68
c. Sono colpito emotivamente dalla volatilità dei mercati azionari. Pensavo che avrei guadagnato qualcosa. Non è la soluzione giusta per me. Appena si riprendono un poco i mercati, vendo. Non voglio rimanere intrappolato nelle azioni come nel 2007, quando ho comprato un titolo bancario e ho perso il 70%	426	14,18
d. Sono eccitato, quando i mercati hanno questi ribassi ci sono sempre grandi occasioni d'acquisto. Ho visto prezzi "da saldo" per alcuni titoli azionari: vendo il fondo e vado subito a comperare i titoli	270	8,99

4) Un esperto di cui mi fido mi ha detto che è il momento di comperare titoli obbligazionari ad alto rendimento (cosiddetti High Yield). Mi ha spiegato che si tratta di un investimento rischioso. In quale delle seguenti alternative mi riconosco di più?		
a. Vado a cercare un buon titolo nel quale investire, acquisendo tutte le informazioni che ritengo necessarie	706	23,51
b. Non mi fido delle obbligazioni <i>high yield</i> non so che cosa siano	690	22,97
c. Chiedo all'esperto se l'acquisto di <i>high yield</i> è coerente con i miei obiettivi di investimento e il mio orizzonte temporale	1.168	38,89
d. Chiedo all'esperto quanto rende un'obbligazione ad alto rendimento, per poter decidere sulla base di numeri certi	454	15,12

5) Ho investito in un fondo bilanciato circa 100.000 euro a inizio anno, alla scadenza di titoli di Stato che avevo in portafoglio (e che non ho quindi rinnovato). A fine anno mi trovo un valore pari a circa 115.000 euro. Alla fine del primo trimestre dell'anno successivo, dopo un periodo difficile per i mercati, mi accorgo che il mio fondo ha un valore di 105.000 euro. In quale delle seguenti affermazioni mi riconosco di più?

a. Sto perdendo 10.000 euro, non sono soddisfatto	336	11,19
b. Sto guadagnando 5.000 euro, non sono soddisfatto	425	14,15
c. Sto guadagnando 5.000 euro, sono soddisfatto	853	28,41
d. È passato troppo poco tempo per esprimere un giudizio sull'investimento	1.411	46,99

# Il Sole Plus 20/2/2016 ... ... hanno partecipato 3.000 lettori



- A) Il 44% del campione afferma: **“la destinazione del mio risparmio (obiettivi, orizzonti temporali di investimento) mi è molto chiara e le mie scelte di investimento non dipendono dell’andamento di breve periodo dei mercati”**.
- B) Di fronte ad una perdita del 20% da inizio 2016, il 60% dei lettori sostiene di non preoccuparsi. Infatti, **“una volatilità del 20% è normale per i mercati azionari. Forse è un’occasione d’acquisto”**.
- C) Il 38% del campione di lettori risponde che, di fronte alle opportunità offerte da titoli obbligazionari high yield, chiede al consulente **“se l’acquisto di High Yield è coerente con i suoi obiettivi di investimento ed il suo orizzonte temporale”**.
- D) Sostiene il 46% dei lettori, di fronte ad una perdita significativa registrata da un fondo bilanciato nel primo trimestre dell’anno, che è **“passato troppo poco tempo per esprimere un giudizio sull’investimento”**.

Queste le risposte che hanno registrato le maggiori frequenze.

**Un investitore perfetto, pianificatore finanziario, consapevole dei rischi, coerente con gli obiettivi ed gli orizzonti temporali prefissati.**

**3 - Lancio di una moneta. Quale delle seguenti alternative preferisci?**

**A.** 1000 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 15 euro, se viene croce perdo 10 euro

**B.** 100 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 10 euro, se viene croce perdo 5 euro

**C.** 10 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 6 euro, se viene croce perdo 1 euro

**D.** 1 solo lancio. Se viene testa guadagno 5 euro, se viene croce non perdo alcunché

**3 - Lancio di una moneta. Quale delle seguenti alternative preferisci?**

Oltre il 49% ha scelto D (con un guadagno atteso di 2,5 euro). Oltre il 21% dei 3.000 partecipanti ha scelto C (con un guadagno atteso di ben 25 euro). Il 9% ha scelto B. Dunque quasi 8 persone su 10 ha «buttato» via» 2.500 euro CIRCA (risposta A scelta dal rimanente 21%).

**D.1** solo lancio. Se viene testa guadagno 5 euro, se viene croce non perdo alcunché

**3 - Lancio di una moneta. Quale delle seguenti alternative preferisci?**

**A.** 1000 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 15 euro, se viene croce perdo 10 euro

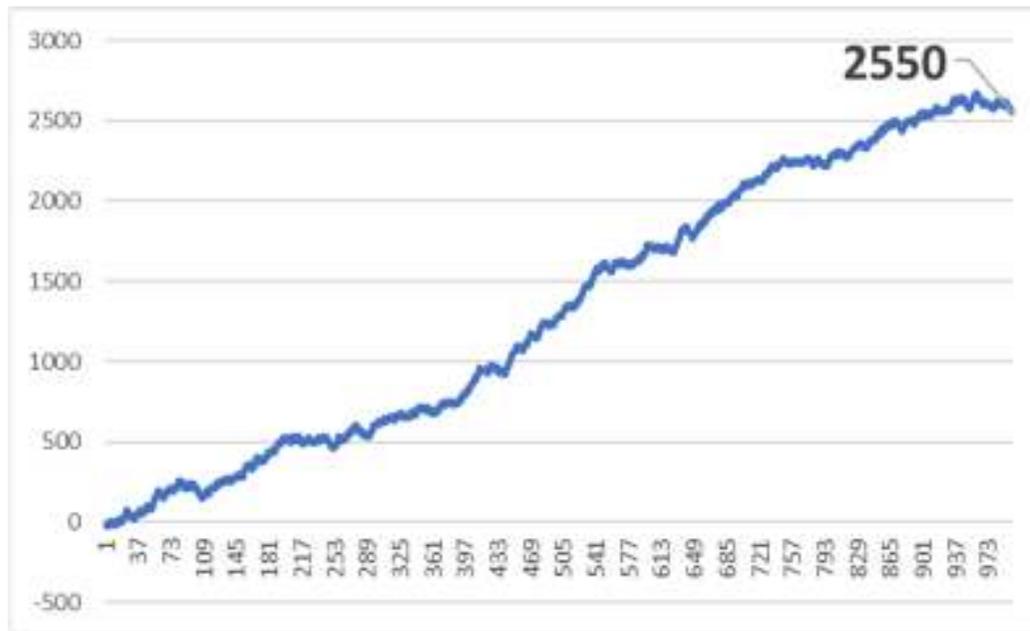
**CIRCA? Troppo rischioso ... infatti la probabilità di avere un risultato negativo dopo 1000 lanci è pari ad un numero con 11 zeri davanti (per l'esattezza 7 casi su 100 miliardi). Con un intervallo di confidenza del 99% totalizziamo più di 1581 euro. Veramente troppa incertezza per i nostri deboli cuori? O è la nostra mente che ci inganna?**

**D.** 1 solo lancio. Se viene testa guadagno 5 euro, se viene croce non perdo alcunché

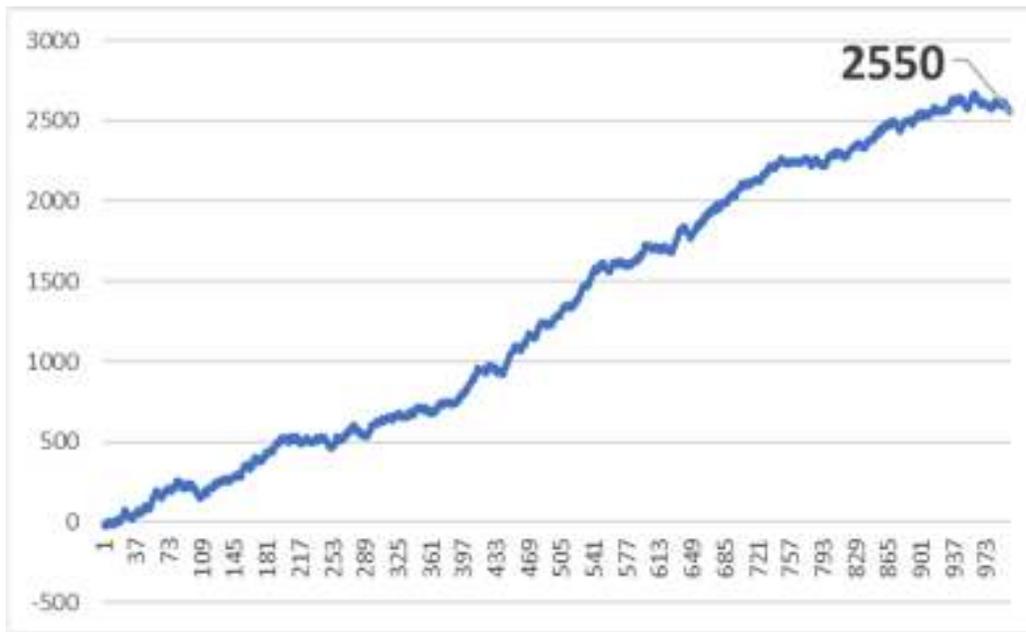
---

# IL RISPARMIATORE RIESCE A RICONOSCERE LA DIFFERENZA TRA SCOMMESSA E INVESTIMENTO?





# LA PAURA DI PERDERE I SOLDI ...



... FA PERDERE I SOLDI

# QUANTO COSTA LA NON-CONSULENZA ?

Un consulente avrebbe fatto scegliere A:

**risultato atteso 2.500 euro**

Senza consulente 21% A; 9% B; 21% C; 49% D:

**risultato atteso 554 euro**

I risultati del questionario sono stati commentati in:

Ruggero Bertelli, *Doctor Jekyll and Mr. Hyde: Stress Testing of Investor Behavior*, in Handbook of Investor's Behavior during Financial Crises, ELSEVIER, San Diego, California 92101.

E in Ruggero Bertelli, *Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni*, in Banche e Banchieri, 4/2016.

# UN PORTAFOGLIO BEN DIVERSIFICATO ....

... A U E  
C O  
S R U B I

# UN PORTAFOGLIO BEN DIVERSIFICATO ....

... HA U ZE  
CH O  
S R U B I

---

# UN PORTAFOGLIO BEN DIVERSIFICATO ....

... HA U ZE  
CH O  
SE PR U BILI

---

# UN PORTAFOGLIO BEN DIVERSIFICATO ....

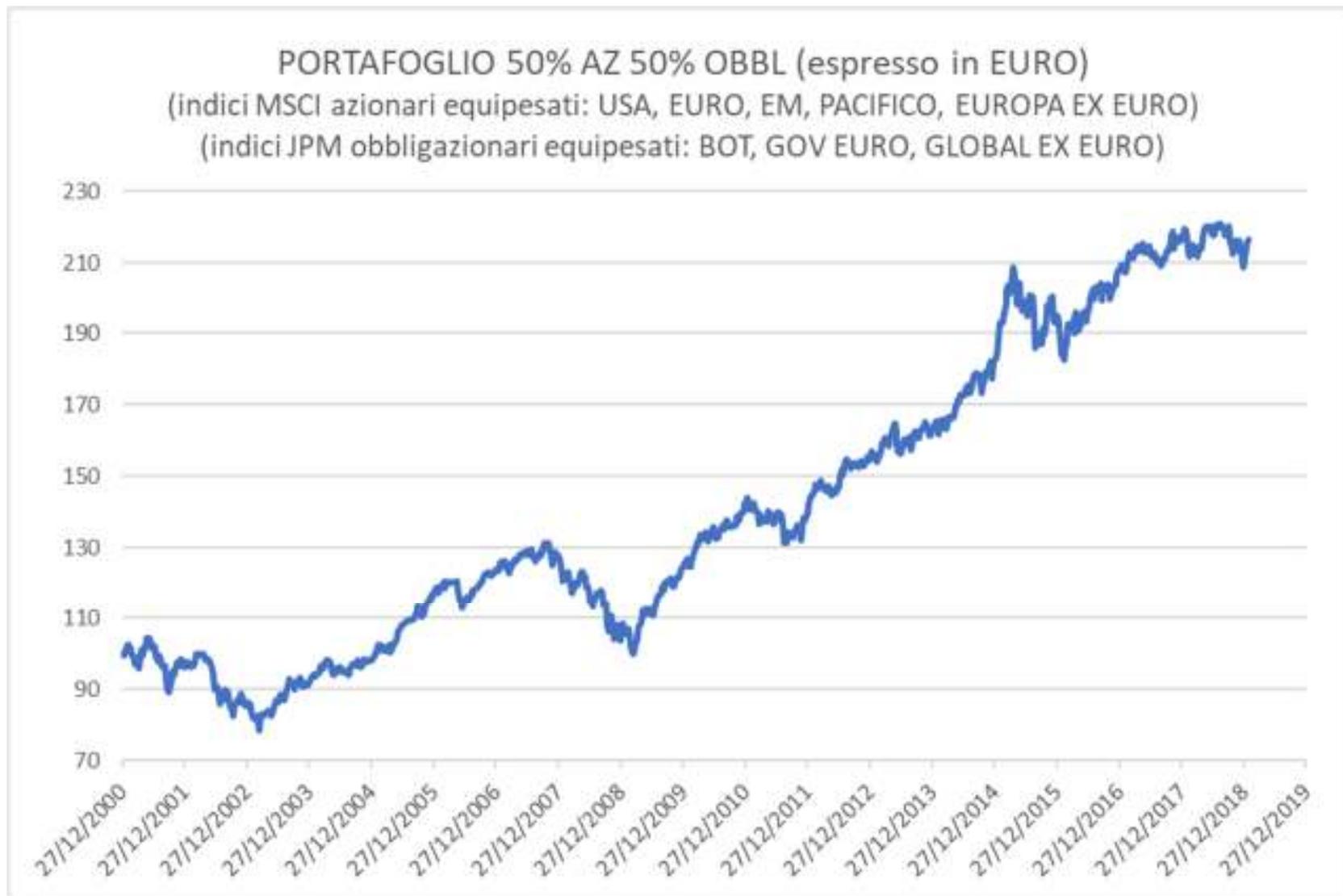
... HA NUS NZE  
CH O  
SE PR ECU ABILI

---

UN PORTAFOGLIO BEN  
DIVERSIFICATO ....

... HA MINUSVALENZE  
CHE SONO  
SEMPRE RECUPERABILI

# UN PORTAFOGLIO ...



# I comportamenti performanti



# I comportamenti performanti

<b>Investimento di 100.000 euro complessivi negli ultimi 20 anni</b>				
	Montante	IRR	MaxDD	maxTR
Investimento quando i mercati scendono	214.382,49	6,01%	-44,32%	28
Investimento quando i mercati salgono	141.196,60	3,83%	-52,56%	80
Investimento ogni mese	200.717,07	5,76%	-44,98%	29

# Le performance dei nostri portafogli ...

... non le fanno i mercati.

**LE FANNO  
I NOSTRI  
COMPORAMENTI**



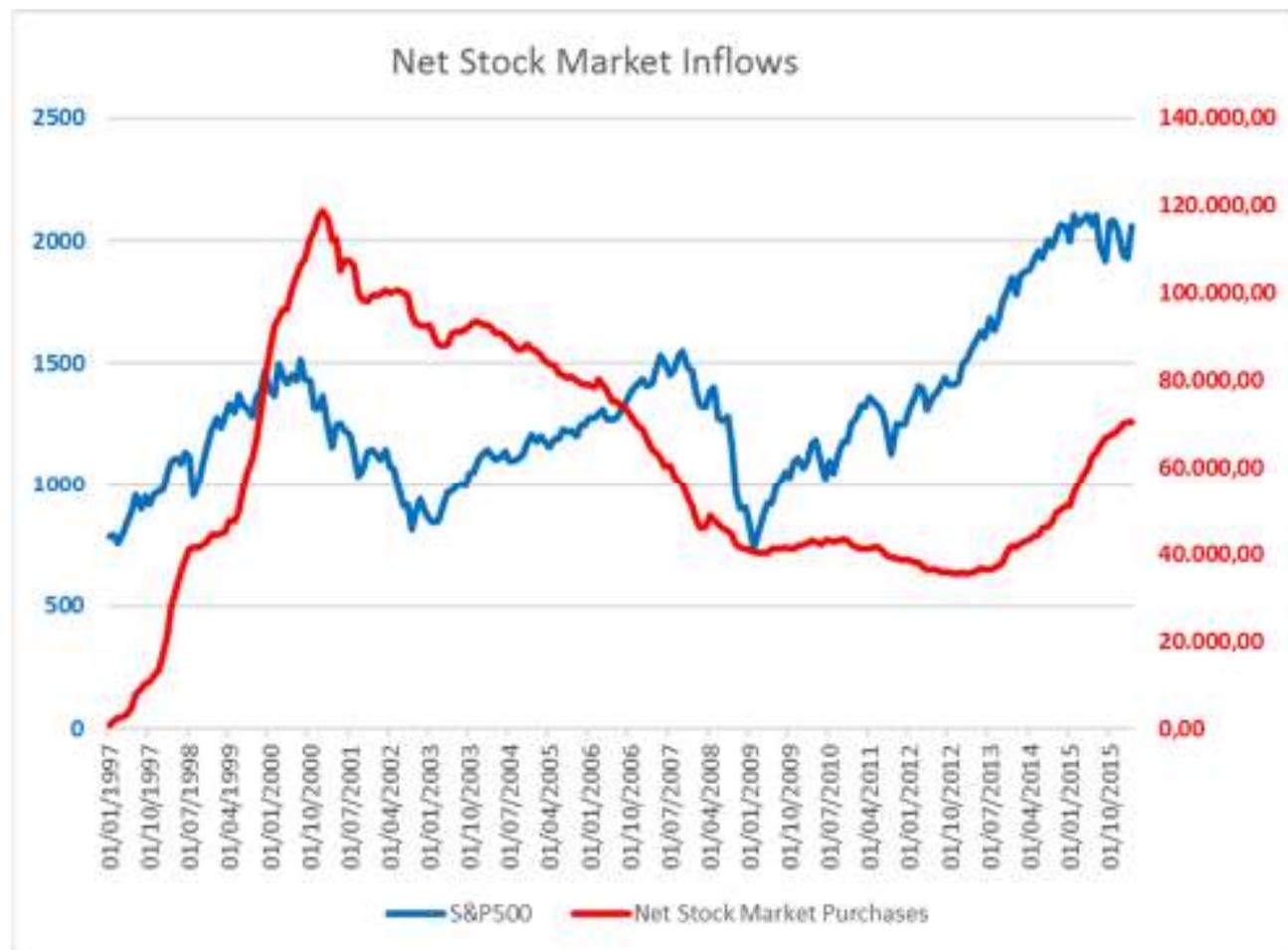
**The  
Economist**

"In search of those elusive returns", in The Economist, Mar 20th 2003

# UN SEMPLICE ESEMPIO: I COMPORAMENTI

## Il comportamento degli italiani: acquisti netti di azioni

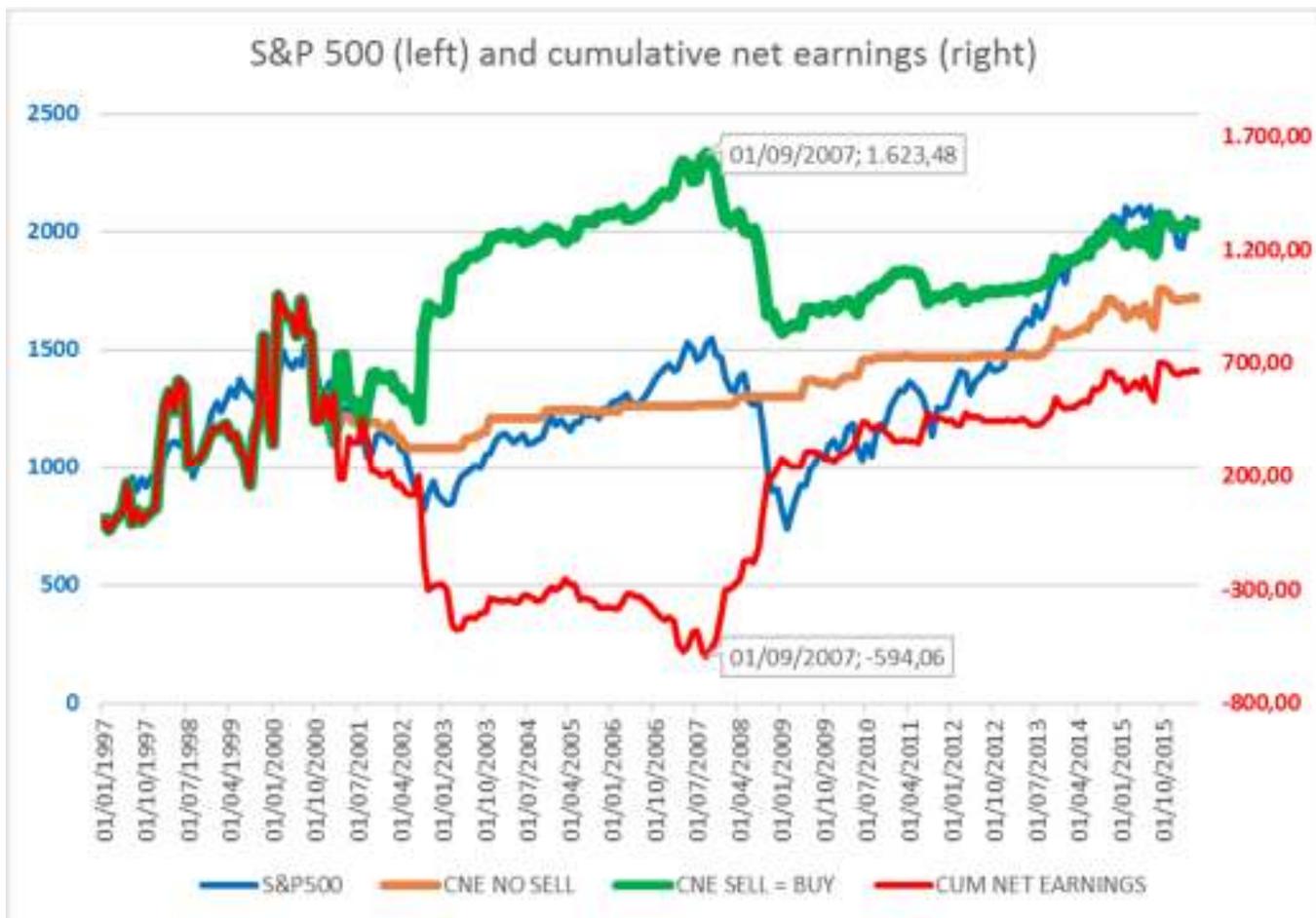
Fonte: Ruggero Bertelli, Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni, in Banche e Banchieri, 4/2016



# UN SEMPLICE ESEMPIO: I COMPORAMENTI

## Quanto hanno guadagnato gli italiani senza disciplina

Fonte: Ruggero Bertelli, Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni, in Banche e Banchieri, 4/2016

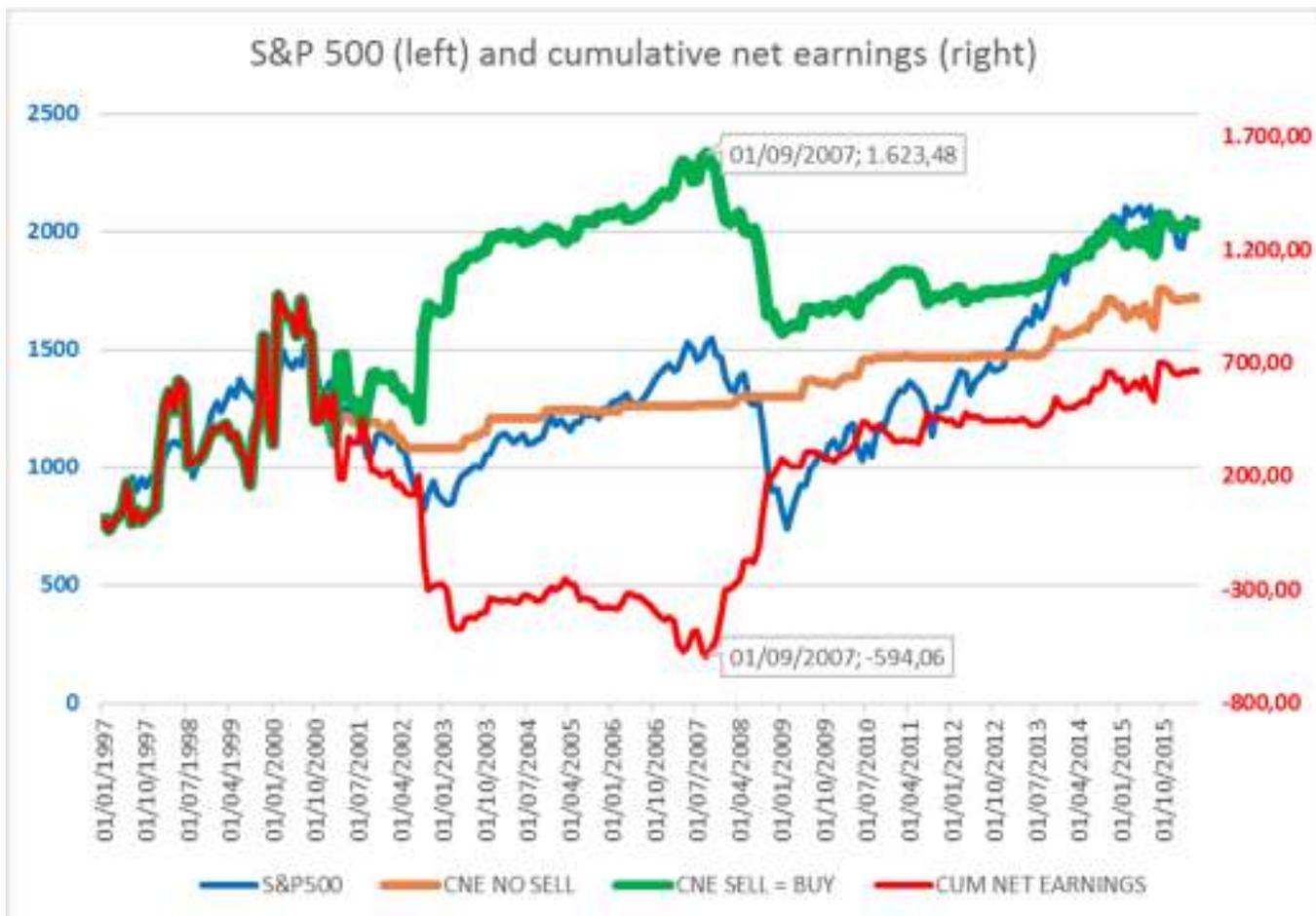


La linea rossa indica guadagni e perdite cumulati degli italiani che hanno acquistato/venduto azioni

# UN SEMPLICE ESEMPIO: I COMPORAMENTI

**Disciplina: non vendere per paura**

Fonte: Ruggero Bertelli, Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni, in Banche e Banchieri, 4/2016

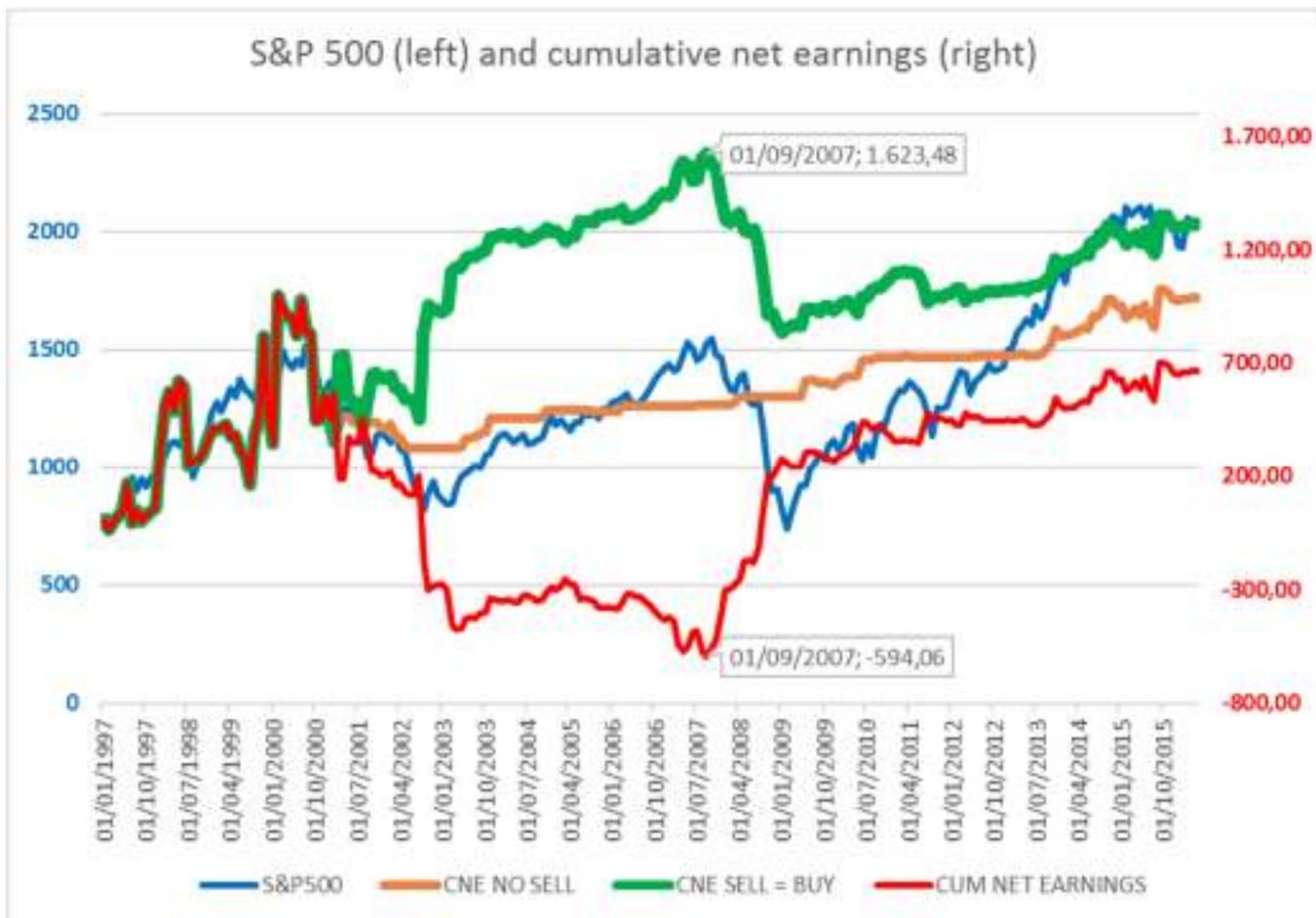


La linea arancione indica guadagni e perdite cumulati degli italiani che hanno seguito la disciplina

# UN SEMPLICE ESEMPIO: I COMPORTAMENTI

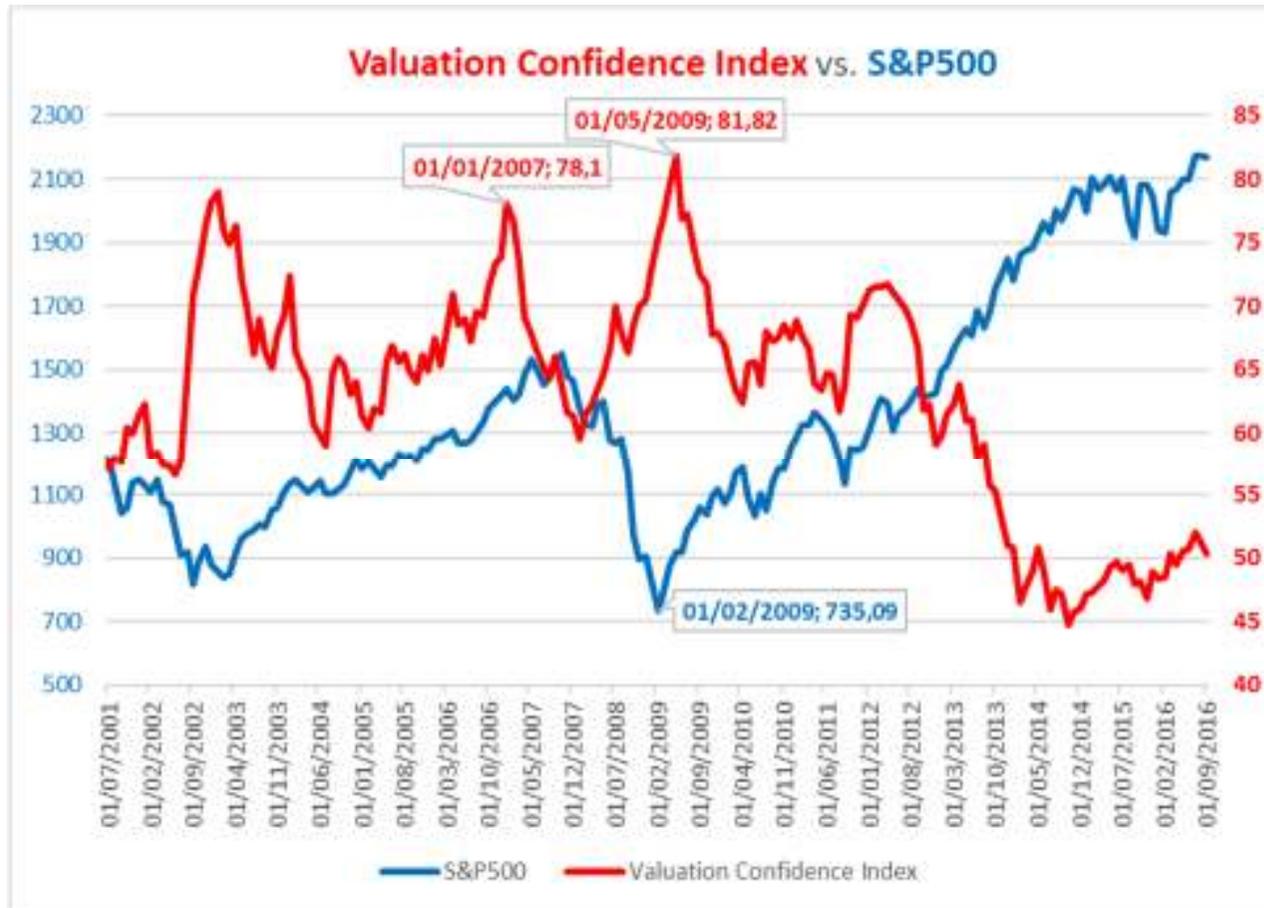
**DISCIPLINA: SE VUOI VENDERE, ALLORA COMPRA!**

Fonte: Ruggero Bertelli, Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni, in Banche e Banchieri, 4/2016



La linea verde indica guadagni e perdite cumulati degli italiani che hanno seguito la disciplina

# L'investitore sa che cosa **DOVREBBE** fare ...



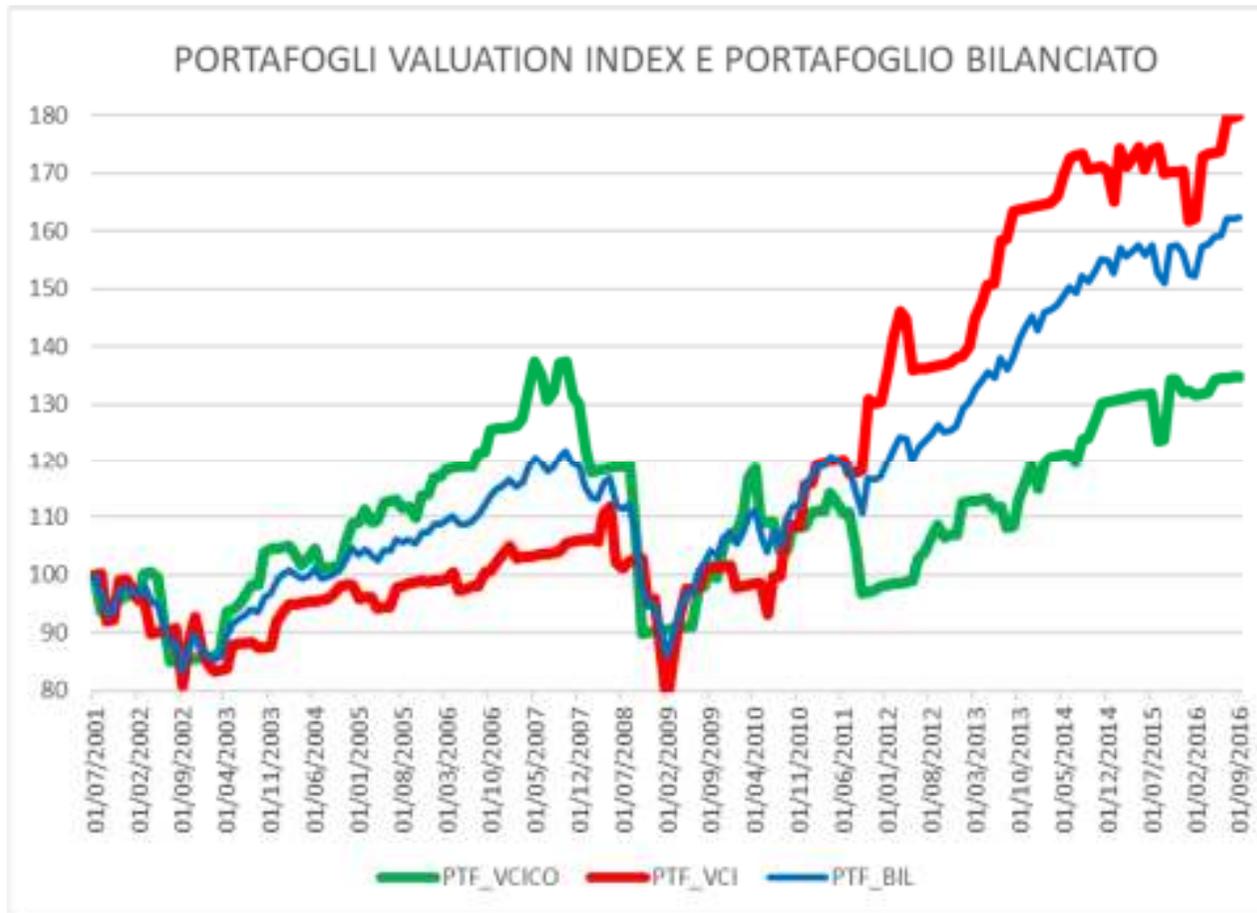
Fonte: Ruggero Bertelli, Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni, in Banche e Banchieri, 4/2016

## Robert Shiller Valuation Confidence Index.

La domanda posta – in sostanza – è la seguente: ritieni che il mercato sia sopravvalutato? L'indice rappresenta la percentuale di soggetti che ritengono che il mercato NON sia sopravvalutato. Quindi più alto è l'indice, maggiore è la confidenza sul mercato (il solito S&P 500). Se il mercato non è sopravvalutato è probabile che cresca o (almeno) che non crolli.

TEST DI VALORE

# L'investitore sa che cosa **DOVREBBE** fare ...



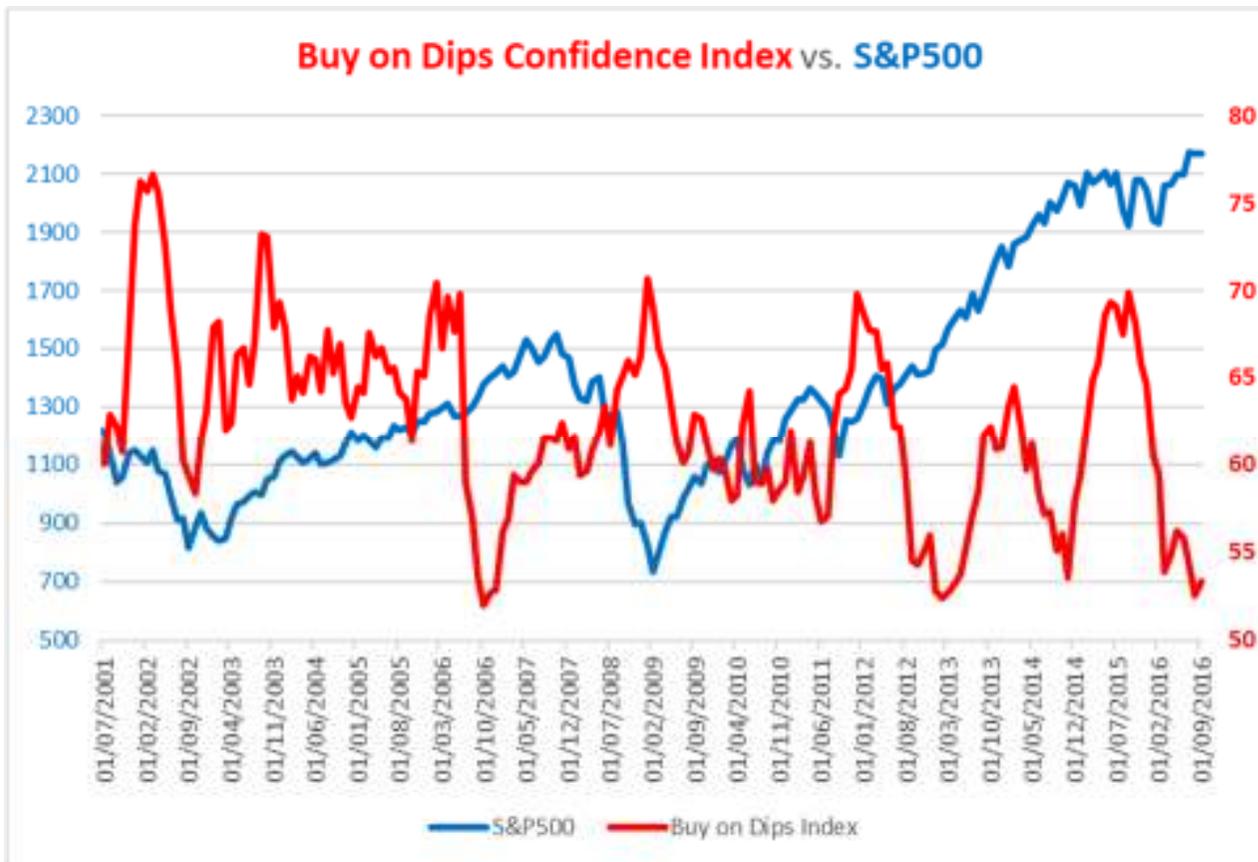
Fonte: Ruggero Bertelli, Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni, in Banche e Banchieri, 4/2016

**Dopo che il mercato è sceso si apre un gap tra «prezzo e valore». L'investitore lo intuisce: «Bisognerebbe comprare», si dice davanti allo specchio o sotto la doccia ...**

Partendo dai dati del valuation index sono stati costruiti 3 portafogli:

- un portafoglio “bilanciato” 50% azioni e 50% di investimento monetario;
- un portafoglio “bilanciato” dinamico: quando il VCI sale (ossia quando migliora l'umore degli americani sulla borsa) aumenta la percentuale di investito in azioni;
- un portafoglio “bilanciato” contrarian: quando il VCI sale (ossia quando migliora l'umore degli americani sulla borsa) diminuisce la percentuale di investito in azioni.

# ... ma non riesce a farlo!



Fonte: Ruggero Bertelli, Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni, in Banche e Banchieri, 4/2016

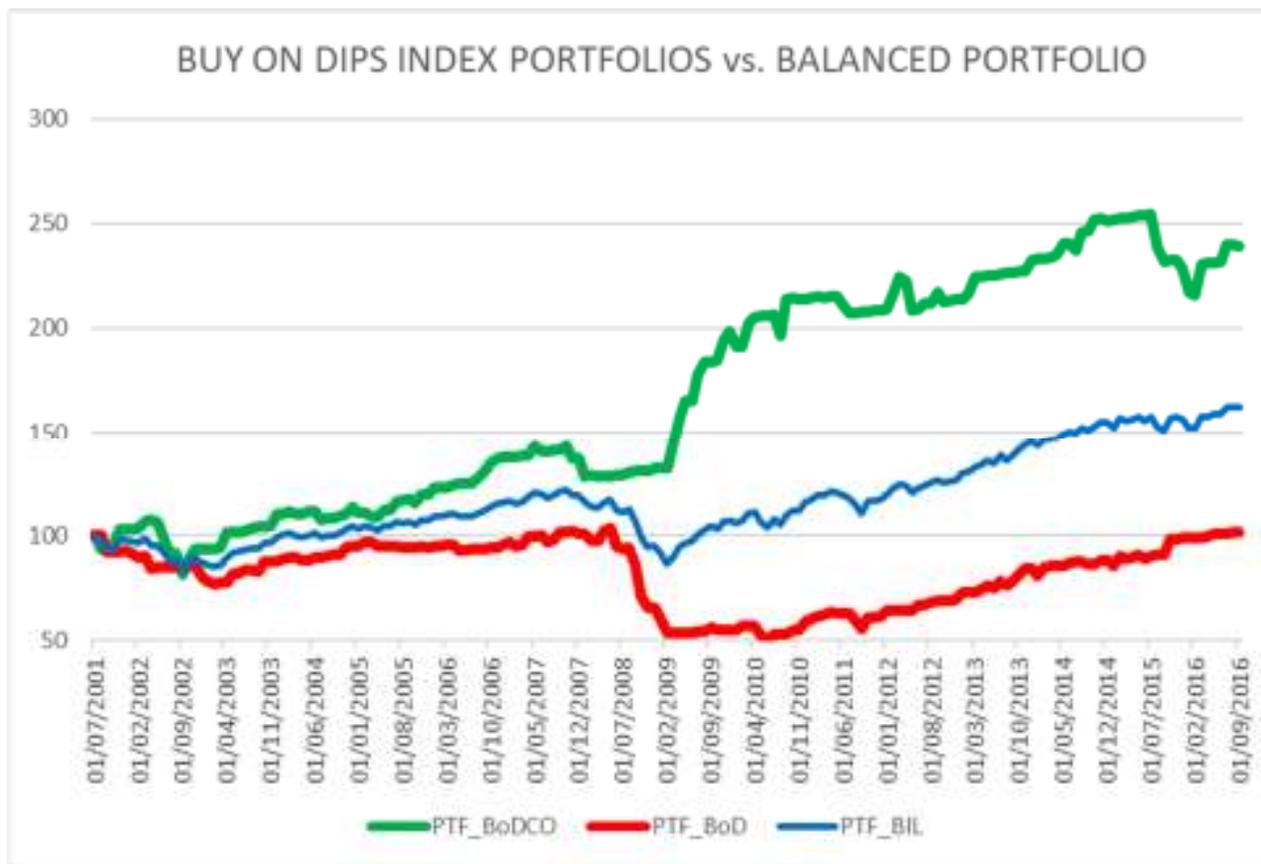
## Robert Shiller Buy-on-Dips Confidence Index.

L'indice rappresenta la percentuale degli intervistati che si aspetta un "rimbalzo" del mercato dopo un calo del 3% in un giorno.

È un indice che coglie l'umore sulla tenuta del mercato di fronte a volatilità eccezionali.

### TEST DI PREZZO

# ... ma non riesce a farlo!



Fonte: Ruggero Bertelli, Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni, in Banche e Banchieri, 4/2016

Partendo dai dati del BoD Valuation Index sono stati costruiti 3 portafogli:

- un portafoglio “bilanciato” 50% azioni e 50% di investimento monetario;
- un portafoglio “bilanciato” dinamico: quando il BoD sale aumenta la percentuale di investito in azioni;
- un portafoglio “bilanciato” contrarian: quando il BoD scende diminuisce la percentuale di investito in azioni.

**Osservando «i prezzi» l'investitore sbaglia: dovrebbe fare esattamente il contrario di quello che pensa. Distrugge valore se segue il proprio istinto. Crea valore se lo «governa».**

# Conclusioni



# Conclusioni



## **Il contributo della consulenza all'educazione finanziaria degli investitori**

ROMA, 15 OTTOBRE 2019  
Ore 15